

アルゼンチンにおける ミレイ政権発足前後の通貨動向

—「ドル化」政策および中央銀行廃止を考える足がかりとして—

The Currency Situation in Argentina before and after Milei Administration
: In Order to Consider the Dollarization Policy and Abolishment of Central Bank

星 野 智 樹 (敬愛大学経済学部准教授)

目次

はじめに

I アルゼンチンの政治経済状況

II ミレイ政権発足前後における通貨動向と経済活動の結びつき

(1) アルゼンチンにおける中央銀行と市中銀行から見える通貨動向

(i) 統計データ

(ii) 財政運営と通貨動向の関係

(iii) 小括

(2) アルゼンチンにおける通貨動向が持つ実体経済との関係

III 「ドル化」政策の導入および中央銀行の廃止をめぐる論点

(1) 外貨準備の確保

(2) 「ドル化」政策導入後における通貨の姿

おわりに

はじめに

「ドル化」政策は、非米諸国(米国以外の国・地域)において、自国通貨を政策的に消滅させて、米ドルを法貨として用いるとともに米ドル建て取引へ移行する政策である。より詳しく見れば、拙著[2018] (とくに1頁)で明らかにしたように、「ドル化」政策は、「自国通貨の現金の新規発行停止・消滅および米ドル現金への転換」、「中央銀行による新規信用供与(外貨準備を上回る通貨性負債の創出)の原則停止」としての意味を持つ¹⁾。「ドル化」政策の代表的な事例は、エクアドル、エルサルバドル、パナマである。

筆者は、研究者としてのキャリアのなかで、「ドル化」政策の研究から活動を開始し、その集大成として拙著[2018]を出版した。最近(2022年~2024年)では、アルゼンチンにおいて J・ミレイ氏が2023年12月10日に大統領に就任し、その政策的な主張に含まれていたために、(中央銀行の廃止とともに)「ドル化」政策が注目を集めるようになった。実際に、日本でも、ミレイ大統領は選挙の段階でも就任後にも注目されており、シンクタンクやメディア、そして、現地情報を収集して配信している機関(国際通貨研究所、国際金融情報センター、JETRO)が報道やレポートを公表してきた。

拙著[2018]は、「ドル化」政策について、(筆者自身で申し上げるのも恐縮だが)研究

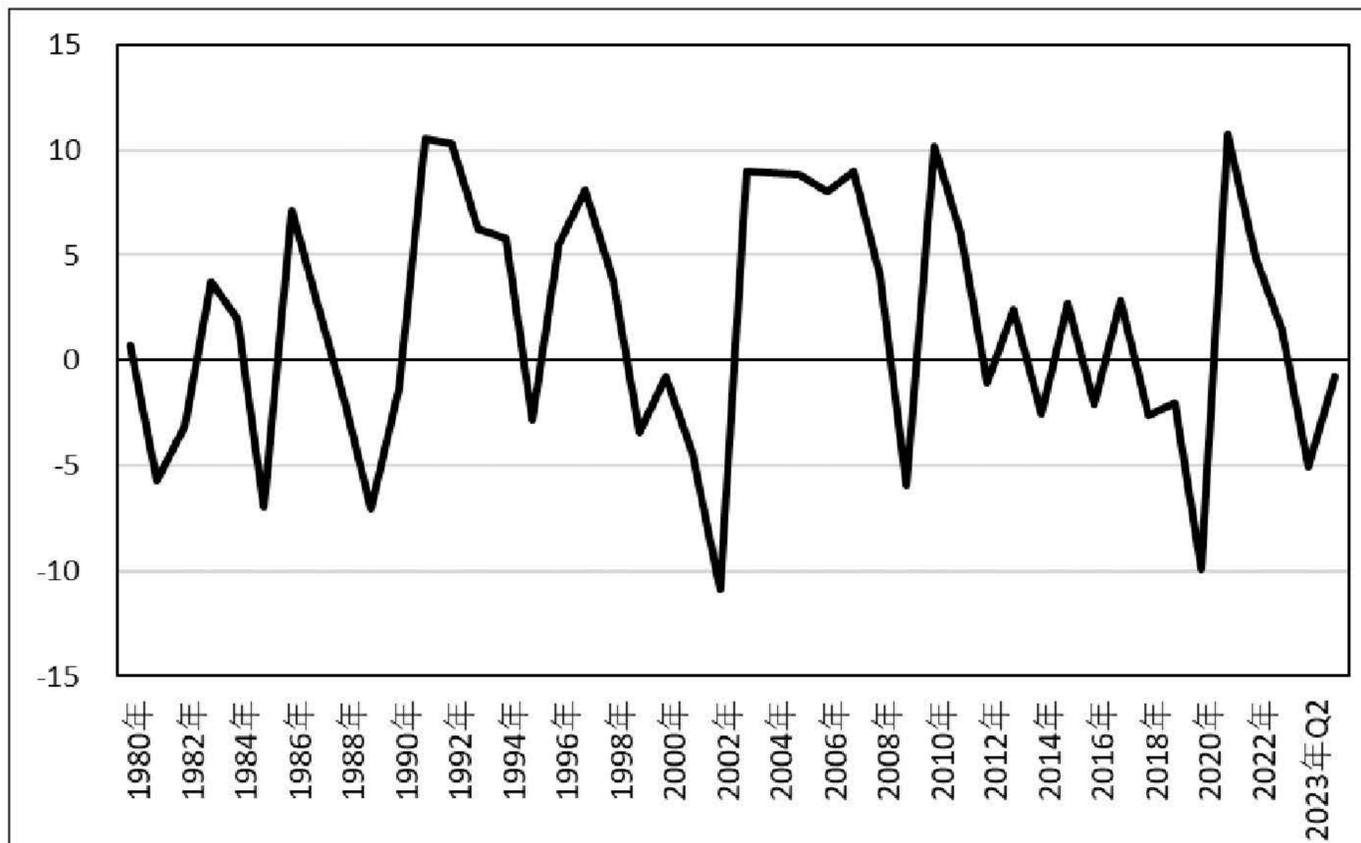
の基礎文献として位置付けられ、世界経済論と金融論を織り交ぜて、通貨制度としての実態を検証している。とくに、決済を中心に、市中銀行と中央銀行、マネタリーベースとマネーストック、対外経済関係が焦点になった。そのため、本稿では、拙著[2018] から得られた経験に基づいて、アルゼンチンにおけるミレイ政権発足前後の通貨動向を検討する。とくに、アルゼンチン中央銀行(Banco Central de la República Argentina)、自国通貨ペソの動向が焦点になる。拙著[2018]の内容として、「ドル化」政策導入に至る政治経済状況(第1章)、バランスシート分析および通貨概念(第2章、第3章、終章第1節)、「ドル化」政策への移行期(18-21頁)、直面する通貨問題や制約(第3章第4節、終章第3節)、米ドルの流出入ルート(第4章)が活かされている。

本稿の検討課題は現在進行形の事態であり、検討対象となる時期は2024年1月初旬までを念頭におく。(幸か不幸か、)中央銀行の廃止や「ドル化」政策の導入は、2024年1月時点では実現しておらず、今後も実現しない可能性が高い。しかしながら、「ドル化」政策が政策的な主張として出され国民によって支持された背景、また、「ドル化」政策導入を想定した際に準備期間や自国通貨の処理を考えるために、「ドル化」政策導入以前の通貨動向の検討が求められる。より広く言えば、「ドル化」政策を抜きに考えても、アルゼンチンの通貨動向は、(一見すると異常に見えても、)新興国や発展途上国が直面する通貨事情や自国通貨をめぐる問題、さらに、先進国における金融政策や共通通貨ユーロにおける新興国への教訓、通貨理論への含意を考える舞台となる。

I アルゼンチンの政治経済状況

Iでは、ミレイ大統領が登場する文脈として、アルゼンチンの政治経済状況を整理する。最近のアルゼンチンは、森川[2023] (1、3頁)や桑原[2023a] (1頁)によって経済の混乱や四重苦と表現されており、経済の低迷、インフレの高まり、ペソの下落、外貨準備の減少に直面している。これらの事態は、マクロ経済パフォーマンス、通貨の信認、国際収支の動向に関わっており、図表1から4に示した。

図表1 アルゼンチンの実質経済成長率(単位:%、対前年比、対前年同期比)



出所)2004年以前はIMF, World Economic Outlook Database(October 2023)、2005年以降はアルゼンチン国家統計局の公表資料より筆者作成。なお、2022年以降は速報値。

実質経済成長率(図表1)は、変動が激しい状況にある。森川[2023](1-2頁)や渡辺[2023](4頁)に基づいて整理すれば、経済活動が農業とその輸出に依存するなかで、気候変動や世界経済の動向が大きな影響力を持ち、好成長(繁栄)と危機(停滞)が繰り返されてきた。とくに、危機局面では、放漫な財政政策、(好成長をあてにした)過剰な借入と累積債務、対外ショックが問題になってきた。歴史を遡れば、アルゼンチンは、19世紀には農牧畜業を中心に世界有数の富裕国であったにもかかわらず、その後に発展途上国や新興国としての立場をさまよってきた。

インフレの動向は、消費者物価上昇率(対前年同期比)として、図表2に示される。アルゼンチンは、かつて800%近くのインフレに見舞われており、1991年にも300%近くのインフレであった。この事態に対処するために導入されたカレンシーボード制度(1991年~2002年)によってインフレは沈静化していき、1990年代と2000年代を通じて、カレンシーボード制度が崩壊した2000年代前半の時期を挟んで、インフレが抑制されて物価が安定していた。ところが、2013年頃からインフレの芽が見られるようになり、2022年以降にインフレが急加速して、2023年の物価は2022年と比べて2倍から3倍になっている。消費者物価上昇率(対前年同期比)は、2023年2月に100%を超えて(102.5%)、11月には160.9%、12月には211.4%に達した。NHK(ウェブサイト[2023a,d])の報道によれば、最近のインフレは、飲食物の価格高騰が市民の生活とくに貧困層を直撃しており、治安悪化にもつながっている。

続けて、為替レートの動向を、図表3で見ておこう。為替レートの動向は、NHKウェブサイト[2023a,c,d]、ジェトロ[2022]、西澤[2023c]、森川[2023](3頁)、渡辺[2023](22-23頁)が取り上げている。アルゼンチンは、1991年から2002年のカレンシーボード制度を含めて、固定相場制度と変動相場制度、資本移動の自由化と規制、為替レート(公式レートと非公式レート)の並行体制と一本化を繰り返してきた。

2019年から最近にかけての動向には、いくつかの特徴がある。まず、ミレイ政権発足直前までは為替管理が行なわれていたが、政権発足後には為替管理が緩和され始めている。また、為替レートは、公式レートに加えて、複数が存在しており、非公式レートのブルーレートが有名である。とくに為替管理が行なわれるなかで、正規の外国為替市場にアクセスできない層や公式レートでは不利になる層が、インフレやペソ安で目減りするペソを価値の安定している米ドルに換えるために、非公式の市場で取引を行なっている。非公式の場であっても、ブルーレートの成立や相場情報サイトの存在は、取引対象の量と価格が需給に集約されて市場が成立していることを意味している。

図表3を見ると、公式レートと非公式レートは、2019年以降に、乖離幅を拡大しつつ、ともに下落傾向にある。公式レートは、貴重な外貨の使用を制限するための為替管理、日々の変動幅を抑制しつつ下落方向に調整していくクローリング・ペッグ制を反映して、緩やかなペースで下落している。それに対して、非公式レートは、実勢(政策的な縛りから離れた国民の本音)を反映してなのか、急なペースで下落している。とくに、大きな転機は、ミレイ氏が大統領の予備選挙に勝利した2023年8月、ミレイ政権が発足した2023年12月であり、いずれも公式レートの(対米ドルで、8月に約2割、12月に約5割におよぶ)切り下げが行なわれた。2023年12月以降の公式レートは、通貨当局が月次2%の変動幅を設定して推移させている。

図表4 アルゼンチンの国際収支(単位:億ドル、IMF国際収支統計マニュアル第6版に準拠)

	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2022年 Q1からQ3	2023年 Q1からQ3
経常収支	-271	-35	27	66	-43	-60	-182
貿易収支	-7	182	146	187	124	68	-38
輸出	618	652	549	780	885	673	512
輸入	-625	-469	-403	-593	-762	-605	-550
サービス収支	-89	-48	-25	-36	-69	-57	-57
輸送収支	-30	-20	-9	-20	-41	-33	-28
旅行収支	-51	-26	-12	-10	-21	-18	-20
知的財産権等使用料収支	-17	-14	-9	-12	-16	-11	-12
その他業務サービス収支	11	14	9	10	15	10	12
第一次所得収支	-187	-177	-105	-99	-119	-86	-103
雇用者報酬収支	-1	-1	-1	-1	-1	-1	-1
投資所得収支	-186	-176	-104	-97	-118	-86	-103
第二次所得収支	12	8	11	14	21	15	15
個人間移転収支	-4	-0	2	4	8	5	5
受取	4	5	6	8	12	8	8
支払	-8	-5	-4	-4	-4	-3	-3
資本移転等収支	1	3	2	3	2	1	1
金融収支	-280	-51	14	44	-75	-99	-198
直接投資	-100	-51	-37	-54	-133	-135	-134
資産	17	15	12	15	21	15	18
負債	117	66	49	69	154	150	151
収益の再投資	70	43	27	49	58	39	48
負債性資本	14	2	8	11	88	105	93
証券投資	-69	71	16	49	71	59	52
資産	62	21	-30	15	17	21	19
負債	131	-50	-46	-34	-54	-39	-33
株式	-5	1	-1	-0	-3	-2	3
債券	136	-51	-44	-34	-51	-37	-36
金融派生商品	-0	-0	0	-0	0	-0	-0
その他投資	-224	143	112	50	-83	-32	53
現金および預金	250	305	76	56	66	65	95
資産	253	314	76	56	70	68	98
負債	3	9	-0	0	4	3	3
貸出および借入	-411	-119	39	50	-97	-36	5
資産	0	-3	1	1	-1	-2	-2
負債	411	116	-38	-49	96	34	-7
貿易信用および前払	-61	-45	-2	-15	-56	-65	-48
資産	-	-	-	-	-	-	-
負債	61	45	2	15	56	65	48
外貨準備	113	-214	-77	-1	69	10	-170
誤差脱漏	-11	-19	-15	-25	-34	-40	-17

注1) 内訳項目は主要な計数のみを掲載しているため、下位項目の合計は必ずしも上位項目と一致しない。

注2) 小数点部分の四捨五入によって、若干の誤差がある。

出所) 渡辺[2023]の図表21(27頁)を参考にして、アルゼンチン国家統計局の公表資料より筆者作成。

筆者なりに実体経済と金融の関係を理論的に整理すれば、(原典から離れて単純化された比較優位論の想定とは異なり)輸出品目と輸入品目が一対一で交換されるわけではないので、輸入が輸出を上回る事態(赤字)が必然的に生じ、その赤字部分をファイナンスするために対外債務形成が必要になる。これが、アルゼンチンの対外経済関係が直面している状況である。

以上のような経済的な苦境とくに自国通貨ペソの信認低下が生じるなかで、ミレイ氏が大統領(候補)として登場した(NHKウェブサイト[2023b,c,d]、菊池[2023]、桑原[2023b]、西澤[2023b,d]、西濱[2023]、渡辺[2023] 3-8頁)。従来の政権が重視してきた左派的なポピュリズムや国家介入に対置するように、ミレイ氏は右派的なポピュリズムやリバタリアンとしての立場を強調する。そして、ミレイ氏は、過去の経済政策(の失敗)からの決別、経済再建、19世紀に富裕国であったアルゼンチンの復活を目指した政策的主張を掲げ、それにとまなう痛みに対する国民の理解を求めて、国民の支持を集めていく。その一環として主張されたのが、「ドル化」政策の導入と中央銀行の廃止であった。

ここで、西澤[2023a]の興味深い分析を見ておきたい。「ミレイ氏がここ数週間の選挙期間中に主張していたのは、国民が通貨を自由に選択できる『通貨の自由競争』で、それ

をドル化と呼んだのは国民であり、それは国民がペソよりもドルを選んでいることを示すものだと強調した。中銀を閉鎖することで通貨の自由競争が起き、国民が通貨を自由に選ぶことになる(ドル化する)と主張した。重要なのは中銀を廃止することだと強調した」(西澤[2023a])。この記述について、二つが示される。1つ目に、議会や政権メンバーとの関係性を意識して、中央銀行の廃止は繰り返し主張されているものの、「ドル化」政策は主張から外れ、いずれも政権発足後にはなりを潜めている。実際に、政権発足後に行なわれた就任演説や緊急経済対策では、緊縮政策や社会的弱者対応、為替レート切り下げが主な内容であった。この点は、多くの報道やレポートによって取り上げられている。2つ目に、筆者なりに見れば、ミレイ氏の主張の根底には、自身は名称として拒否した「ドル化」政策の結果的な実現、そして、「ドル化」政策の「中央銀行による新規信用供与の原則停止」としての意味も存在する。そのため、自国通貨ペソ(の問題)、その背景にある中央銀行信用(の濫用)が論点として浮かび上がり、II以降での本格的な検討が求められる。

II ミレイ政権発足前後における通貨動向と経済活動の結びつき

ミレイ政権登場につながった経済状況として、Iでは苦境にあえぐ姿を整理したが、その背景には、アルゼンチンが直面してきた通貨事情が存在する。そこで、IIでは、ミレイ政権発足よりも数年間さかのぼった時期から最近に至る時期を対象に、アルゼンチンにおける通貨動向(自国通貨ペソ)と経済活動の結びつきを検討する²⁾。

(1) アルゼンチンにおける中央銀行と市中銀行から見える通貨動向

(1)では、重要なプレイヤーである中央銀行と市中銀行の行動を中心に、アルゼンチンにおける通貨動向(自国通貨ペソ)を検討する。

図表5 アルゼンチン中央銀行のバランスシート(2024年1月7日時点、単位:億ペソ)

資 産		負債・資本	
資産総額	1,478,262	負債・資本総額	1,478,262
外貨準備	195,906	マネタリーベース	98,327
金	32,906	現金	74,768
決済性預金と銀行券	127,247	ペソ紙幣および硬貨	74,768
運用目的預金と証券と引出権	35,877	小切手	0
金融派生商品	-125	市中銀行の預け金	23,559
外国当局との通貨スワップ	0	外貨建ての支払債務	173
公的証券	896,637	小切手	0
外国法に準拠	468	譲渡性預金	173
国内法に準拠	896,215	外貨建ての預金	79,558
1990年発行の国債	46	公的機関(主に中央政府)の預金	8,860
非譲渡性の短期国債		その他の預金	75
(外貨建てを含む)	547,265	IMFのSDR	3,451
政府のその他証券	348,903	国際機関向けの債務	17,469
引当金と1990年国債向け処理	-46	中央銀行発行証券	322,681
仮払金(中央政府向け)	40,911	外貨建て	23,565
国内金融システム向け債権	8	ペソ建て	299,117
貸出	23	その他	10,157
貸倒引当金	-16	流動性証券	288,960
対外的な代理人勘定	43,798	政府向けの相殺勘定	33,336
金融派生商品	0	金融派生商品	122
レポ	298,962	リバースレポ	270,957
その他資産	2,042	外国当局との通貨スワップ	91
(参考)ドル換算:1ドル=812.25ペソ、単位:億ドル		その他負債	169,577
資産総額(=負債・資本総額)	1,820	引当金	634
外貨準備	241	資本金(ネット)	472,949

出所)アルゼンチン中央銀行の公表資料より筆者作成。

図表6 在アルゼンチン市中銀行のバランスシート(2023年11月末時点、単位:億ペソ)

資 産		負債・資本	
資産総額	696,638	負債・資本総額	696,638
利用可能資産	93,773	預金	437,310
ペソ現金	7,294	公的機関	79,228
中央銀行預け金	28,301	民間部門	341,297
その他	58,178	一覧払預金	63,938
公的証券	205,181	貯蓄預金	121,753
中央銀行証券(流動性証券)	75,330	定期預金	136,503
その他	129,851	その他	19,103
民間証券	6,680	その他	16,785
貸出	201,592	金融仲介のその他項目	45,396
公的部門	4,650	金融機関向け	1,152
民間部門	195,303	中央銀行向け	9
金融部門	1,638	譲渡性負債	964
貸倒引当金	-6,957	外国銀行とのクレジットライン	3,604
金融仲介のその他項目	112,407	その他	39,667
オーバーナイトレポ	0	劣後債務	3,394
非上場信託	0	その他負債	43,343
未収収益	0	資本金	167,196
「その他債権」	112,407		
リース債権	1,632	(参考)ドル換算:1ドル=360.5ペソ、単位:億ドル	
他企業への出資	11,036	資産総額(=負債・資本総額)	1,932
固定資産	36,968		
在外子会社向け資産	2,861		
その他資産	31,465		

出所)アルゼンチン中央銀行の公表資料より筆者作成。

(i) 統計データ

最初に、行動が集約的に示される統計データとして、中央銀行と市中銀行のバランスシート(図表5~8)を検討しておこう。図表5と図表6は、時期が異なるが、本稿執筆時点で採録できる最新の原資料に基づいており、しばらく検討の中心になる。

さて、第1に、先進国をはじめとする一般的なケースと同様に、通貨性負債を示す項目が存在する。1つ目に、中央銀行の負債側では「現金(ペソ紙幣および硬貨)」と「市中銀行の預け金」、それに対応して市中銀行の資産側では「ペソ現金」と「中央銀行預け金」が、一定の規模に達している。現金と中央銀行預け金は、一国レベルではマネタリーベース、市中銀行レベルでは現金準備を構成する。中央銀行預け金は、市中銀行にとって、対中央銀行や市中銀行同士の決済に使え、現金(中央銀行券)への転換が可能であるために、「現金」準備となるのだ。なお、厳密には、現金については、マネタリーベースには発行総額がそのまま含まれるのに対して、マネーストックには非金融機関による保有部分のみが含まれる。2つ目に、市中銀行の負債側では「預金(民間部門)」が、ほぼ半分を占めている。預金はマネーストックに相当しており、一覧払預金と貯蓄預金はM1として、定期預金はM2としてカウントされる。

第2に、やはり一般的なケースと同様に、通貨性負債を「創り出す」プロセスを示す項目が存在する。1つ目は、中央銀行の資産側の「レポ」である。レポは、市中銀行に対して、

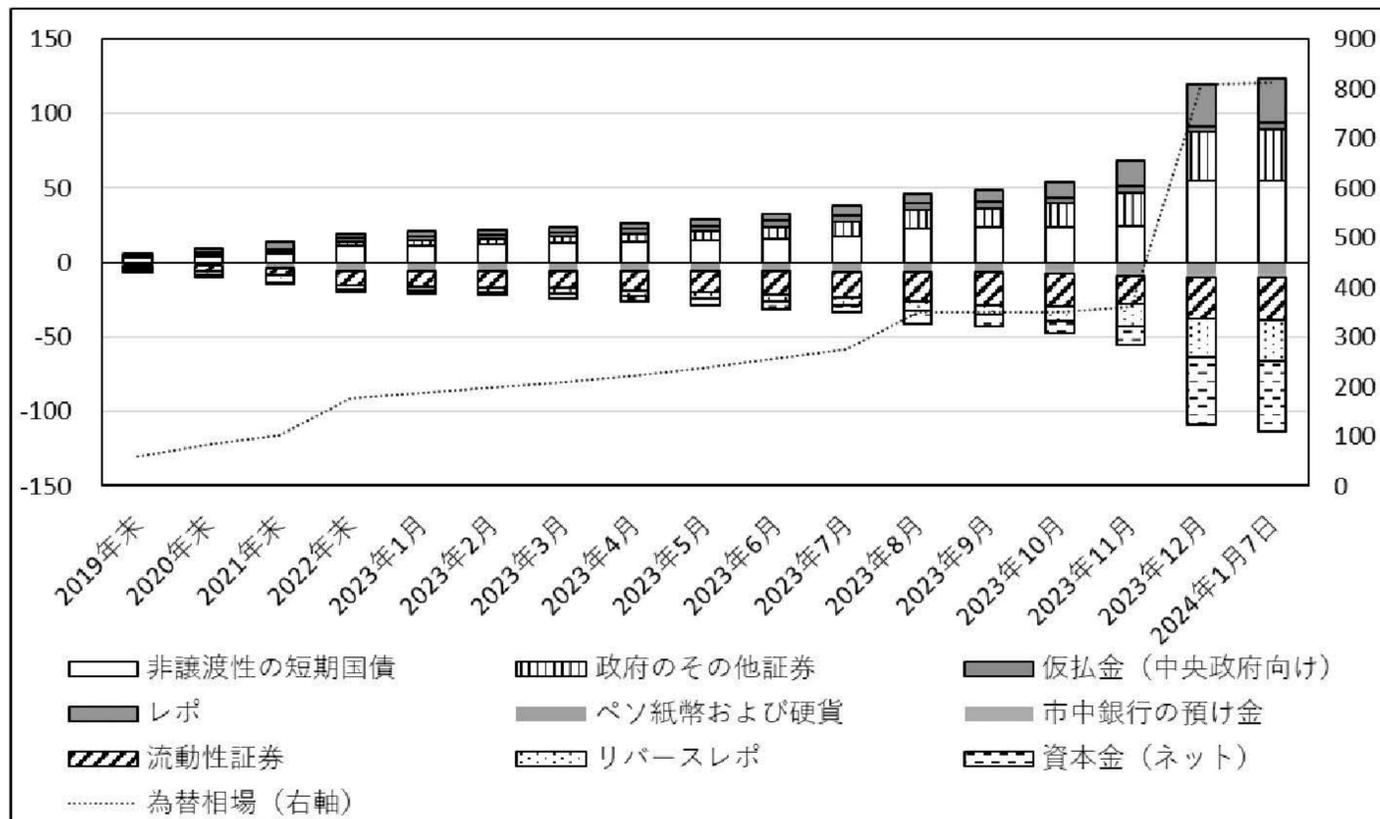
中央銀行が証券を買い取り特定期間後に売却する取引であり、購入代金の支払と回収を通じて、一時的な資金供給としての意味を持つ。先進国でも、レポは、「条件付きの証券売買」としての見方と「証券担保の貸出」としての見方があり、いずれかに着目して金融政策の手段として用いられている。2つ目は、市中銀行の信用創造を示す項目である。具体的には、市中銀行の資産側の現金準備（「ペソ現金」と「中央銀行預け金」）と「貸出」、同負債側の「預金（民間部門）」である。現金準備はマネタリーベース（の市中銀行保有部分）、預金はマネースtockである。預金の形成ルートには、預金者からの預け入れに加えて、大事なルートとして信用創造が存在する。貸出余力の補足および強化として見れば、現金準備は中央銀行からの金融政策と顧客からの預金集め、預金は顧客からの預金集めを通じて、ともに、不足した現金準備を補填するために事後的に形成された部分、潤沢な現金準備を確保するために事前に形成された部分から構成される。

第3に、中央銀行と市中銀行ともに、「資本金（ネット）」の金額が、大きくなっている。市中銀行は、自己資本比率を高め維持する行動が示される。他方で、中央銀行は、問題点とともに注5で後述する。

第4に、一見すると一般的なケースでも見られそうだが、気になる動きが存在する。

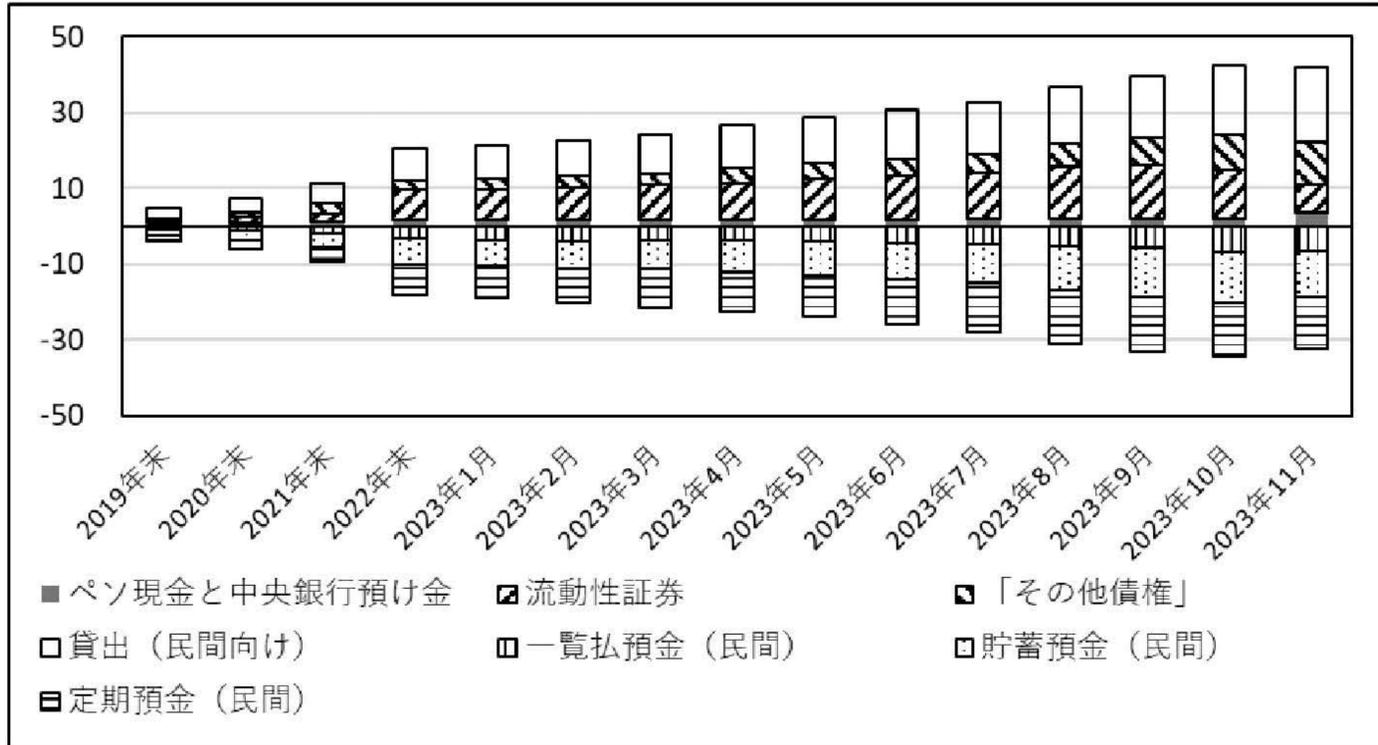
1つ目に、中央銀行の行動である。中央銀行の資産側では、対政府取引として「非譲渡性の短期国債」と「政府のその他証券」と「仮払金」が大きくなっている。中央銀行による国債や政府証券の保有は、一般的なケースでも公開市場操作で生じるために、違和感はない。しかし、それに対応して供給されたはずのマネタリーベース（現金と中央銀行預け金）の規模が小さく、その代わりに負債側に「流動性証券」と「リバースレポ」の規模が大きくなり、資産側にしても国債や政府証券に加えて「仮払金」が存在している。

図表7 アルゼンチン中央銀行のバランスシートの推移
（単位：兆ペソ、負債・資本はマイナスで表示。為替相場のみ1ドル=ペソで右軸）



注) 為替レートは、公式レートであり、向きが図表3とは逆なので注意されたい。
出所) アルゼンチン中央銀行の公表資料より筆者作成。

図表8 在アルゼンチン市中銀行のバランスシートの推移(単位:兆ペソ、負債はマイナスで表示)



出所)アルゼンチン中央銀行の公表資料より筆者作成。

2つ目に、市中銀行の行動である。負債側の「預金(民間部門)」は、第1の点でも見たように各種の預金で保有されており、やはり一般的なケースでも見られるために違和感はない。しかし、資産側で「貸出」と並んで大きくなっている「中央銀行証券(流動性証券)」と「その他債権」が焦点になるし、となると預金の存在形態も何らかの意味を持つ可能性が示唆される。なお、資産側の「その他債権」は、他の項目に計上されていない「リバースレポ」を含んでいる可能性、また、「中央銀行証券(流動性証券)」を含んでいる可能性がある。「中央銀行証券(流動性証券)」は、「その他債権」との合計が18兆7737億ペソであり2023年11月末時点の中央銀行の負債側に計上されている「流動性証券」の金額(18兆7188億ペソ)とほぼ一致しており、市中銀行ではオープンに計上されている部分と隠す形で計上されている部分の存在が示唆される。

こうして整理してきた行動は、時系列データである図表7と図表8でも、バランスシート全体の拡大をともなって鮮明にあらわれている。とくに、第4の点が、検討すべき論点として示される。

(ii) 財政運営と通貨動向の関係

そこで、次に、中央銀行の対政府取引、マネタリーベースと流動性証券およびリバースレポ、マネーストックの関係性について検討しよう。今まで検討してきたバランスシートは、資産の合計と負債・資本の合計が事後的に一致する恒等関係に基づいて作成されており、因果関係がいくつも引き出せてしまうために注意を要する。そのため、客観的事実を各種資料から確認するとともに、(取引での使用や他項目への転換によって、最終的な)統計データには計上されない重要な項目を概念的に明らかにしたうえで、意味合いをつかんでいく。

多くの論者そして政策当局者³⁾が共通して注目している動きが、(財政ファイナンスや財政赤字を通じて)生じている「過剰な流動性」、その(結果として生じうるインフレへの)対処のために導入されている流動性管理とくに「流動性証券」や「リバースレポ」である。さらに、そこでは明示的には述べられていないが省略されてしまっているが、本項では内実をクリアーにするためにマネタリーベースとマネーストックを含めて考える。

さて、出発点として、アルゼンチン政府は、活動資金を調達する。まず、国債や政府証券が、発行されて市中消化された(この時点で政府は資金を獲得できた)後に、中央銀行によって流通市場から購入される。また、中央銀行が、国債や政府証券の直接引受や(対政府の)仮払金を通じて、財政ファイナンスを行ない、アルゼンチン政府に資金を直接的に提供する。仮払金は、原語が temporary advancesであり、政府が行なうべき支払いに対して中央銀行が立て替えた部分か暫定的に資金を渡した部分であり、政府にとって負債となる。いずれの取引も、中央銀行の資産(対政府債権)と負債(政府預金)を両建てで膨張させる。とくに、2022年から2023年は、経常収支が赤字であり、そのことがマクロ経済バランスでは貯蓄不足(支出が所得を上回る状態)としてあらわれ、国債を市中消化する「原資」が無いために、財政ファイナンスに依存せざるを得ない状況にある。

続けて、政府は、国民(本項では非銀行部門の企業や家計)に向けて公共事業や社会保障また補助金などの財政支出を行なう。資金の受払は預金口座を通じて行なわれるが、政府の預金口座は中央銀行に置かれ、国民の預金口座は市中銀行に置かれている。中央銀行は政府預金を引き落としして市中銀行の口座に振り込み(中央銀行預け金としてのマネタリーベースの増加)、それに対応して、市中銀行は国民の口座に振り込む(一覧払預金としてのマネーストックの増加)。

その後の行動を見ておく必要がある。

まず、市中銀行は、中央銀行預け金を、そのまま保有するか現金に転換する(マネタリーベースの構成が変わる)とともに、より重要な項目として「流動性証券」と「リバースレポ」に転換する(この分のマネタリーベースが減少する)。流動性証券は、レリク(LELIQ: Liquidity Bills)と呼ばれ、発行開始時期が2018年1月であり、保有が市中銀行のみに認められ、付利の対象となり、満期が28日間である⁴⁾。また、リバースレポは、中央銀行が満期における再購入を条件に証券を売却する取引であり、売却金額と購入金額の差額が金利に相当し、オーバーナイト物が中心となっている。市中銀行は、流動性証券の購入やリバースレポへの参加の際に、中央銀行預け金を支払代金として中央銀行に渡す必要がある。

また、国民は、一覧払預金を、現金に転換する(マネーストックの構成が変わる)か、より有利な運用先を求めて定期預金に転換する(この分の預金通貨が準通貨に転換する)。一覧払預金は、いつでも現金で引出可能であり、決済(小切手振出や口座振替・振込)機能を持つため、預金「通貨」となる。定期預金は、一覧払預金に転換可能であるが、満期による引出制限があり、それ自体が決済機能を持っておらず(そのために「準」通貨となり)、一覧払預金よりも高い金利が設定されている。

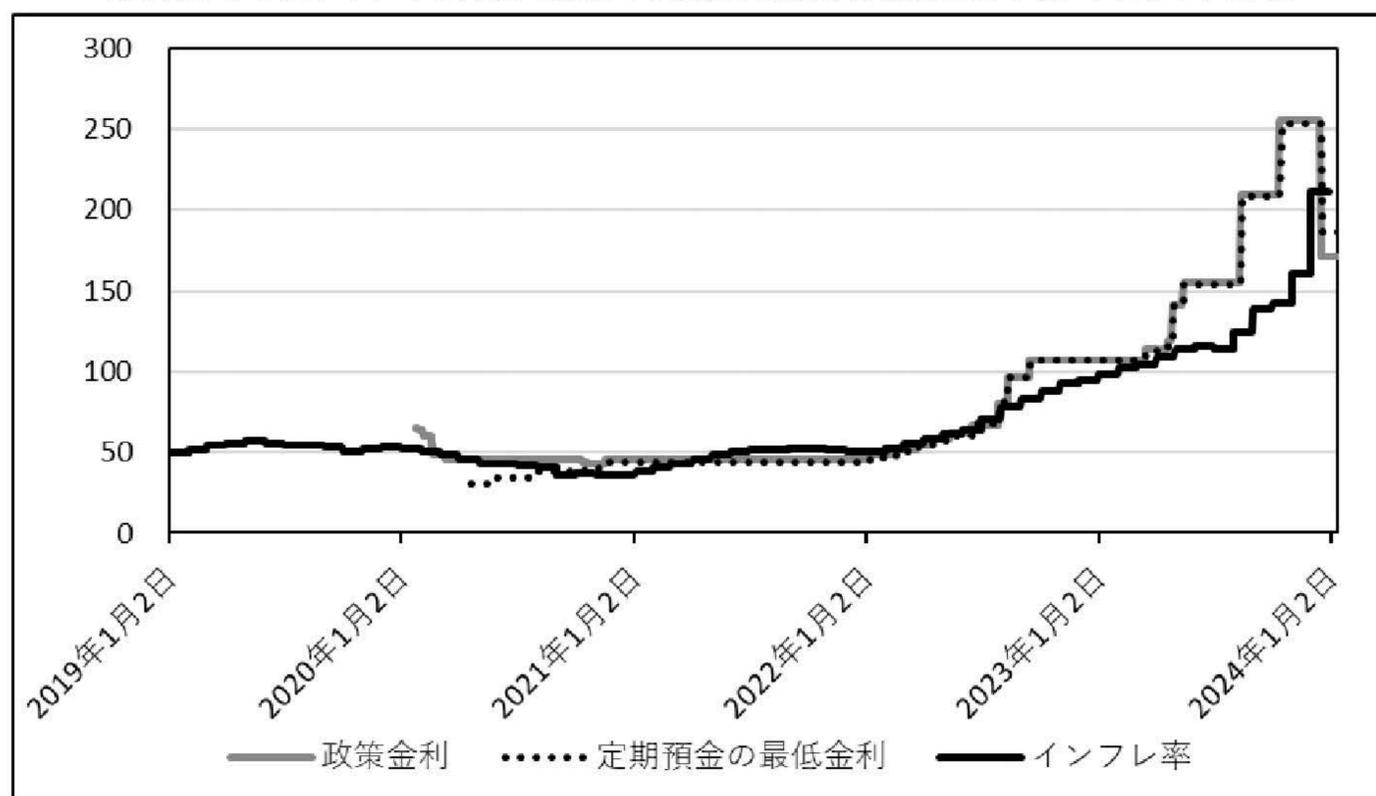
こうした動きは、いくつもの意味を持つ⁵⁾。第1に、通貨の不胎化である。まず、流動性証券とリバースレポによる中央銀行預け金の吸収は、それ自体でマネタリーベースの不胎化となり、現金準備の獲得や補填状況が市中銀行の信用創造を左右することを踏まえれば、間接的にマネーストックの不胎化にもつながる。また、定期預金による一覧払預金の吸収は、市中銀行にとっては現金準備の流出防止として、国民にとっては決済に使える資金の減少として、マネーストックの不胎化(預金通貨から準通貨への転換)となる。第2に、流動性証券とリバースレポは市中銀行にとって、定期預金は国民にとって、それぞれ金利を得られる資産となるために、資産防衛としての意味がある。第3に、国民経済レベルでは、経済活動に必要な資金の減少を通じたインフレ抑制、自国通貨ペソ(建て資産)の魅力向

上を通じたペソ価値維持の意味がある。第4に、マネタリーベース(中央銀行預け金と現金)やマネースtock(一覧払預金)として残った部分は、アルゼンチンにおける各種の取引で使われるか、それにとどまらず、不胎化からの漏れとしてペソをあふれかえさせてインフレの火種となる事態、通貨価値に対する懸念によってペソからドルへ換金される事態につながりうる。

ここでの議論を補完するために、図表9で、金利(定期預金と政策金利)とインフレ率を見ておきたい。アルゼンチンの金利は、満期までの金利(たとえば28日間の金利)に加えて、年率換算された金利が公表されており、図表9は後者を用いている。定期預金の金利は、市中銀行が国民に向けて提供している定期預金の最低金利を意味している。アルゼンチンの政策金利は、流動性管理における主力手段の変更にともない、2023年12月17日までは流動性証券の金利、その後はリバースレポの金利となっている。流動性証券の金利は、市中銀行によって提供される定期預金の最低金利でもあるために、2023年12月18日以降は定期預金の金利で流動性証券の金利も追跡できる。

アルゼンチンの政策金利は100%を上回っていたために日本でも注目を集めており、政策金利と定期預金の金利は、2023年11月まで利上げによって上昇を続け、インフレ率を上回っていた。ここからは、中央銀行の意図として、通貨(マネタリーベースとマネースtock)の不胎化によるインフレ抑制、資産の防衛、ペソ価値の維持が読み取れ、その意図は2023年11月まで一定程度の有効性を持っていた姿が示される。ところが、2023年12月になると、2023年12月18日公表の利下げに加えて、(それよりも大きな要因として)物価上昇によって、インフレ率が金利を上回ってしまった。そのため、中央銀行の政策意図の有効性が2023年12月以降に揺らぎ始めており、ペソの増発や外貨への転換が現実味を帯びている。

図表9 アルゼンチンにおける金利とインフレ率
(金利は年率、インフレ率は月次の対前年同期比の消費者物価上昇率、いずれも単位は%)



出所) 渡辺[2023]の図表17(22頁)を参考にして、金利はアルゼンチン中央銀行、インフレ率はアルゼンチン国家統計局の公表資料より筆者作成。

(iii) 小括

以上のように、金融政策における中央銀行の資金供給や金融ビジネスにおける市中銀行の信用創造に加えて、①アルゼンチン政府が(実質的な) 財政ファイナンスを通じて資金を調達し、②その資金が財政支出として供給されて、マネタリーベースとマネーストックが同時に増加し、③マネタリーベースは、中央銀行預け金としてとどまる部分、現金として流出する部分、流動性証券やリバースレポに転換される部分に分かれ、④マネーストックは、定期預金に転換される部分、国民が一覧払預金や現金として使用可能な部分に分かれる。とくに、③と④では、通貨(マネタリーベースとマネーストック)の不胎化によるインフレ抑制、付利による資産防衛、ペソの魅力向上による通貨価値の維持が見られる一方で、通貨増発や通貨価値への懸念によってインフレの火種や外貨への転換が可能性として残る。

(2) アルゼンチンにおける通貨動向が持つ実体経済との関係

Iでも見たように、アルゼンチンは、2022年以降に、物価が1年間で2倍から3倍に跳ね上がるインフレに見舞われている。(2)では、アルゼンチンの通貨動向が持つ実体経済(とくにインフレ)との関係を検討しよう。

最初に、インフレの要因について、現地動向をリアルタイムでトレースしている機関の見解を見ておきたい。引用文中の丸数字と下線部は、本稿の筆者が付与している。

まず、NHKは、ミレイ氏が大統領候補として注目を集めた2023年9月に報道(ウェブサイト[2023a])を行なっている。「インフレの要因の一つが、④輸入物価を押し上げる通貨安です」との解説が行なわれ、別の箇所では、現地エコノミストへの取材を通じて、「(経済成長の)すべてが失われ、財政黒字も貿易黒字もなくなってしまった。③生産性が上がらないまま物価が上昇している」との見解が紹介されている。

また、国際通貨研究所も、ミレイ政権発足前にレポート(森川[2023] 3頁および6頁)を配信している。「[2023年] 8月に144%ものインフレになった背景には、④アルゼンチンペソ……の急落があった。-中略-アルゼンチンのインフレは国産(ホームメイド・インフレ)であり、その原因が①②財政赤字のファイナンスである」。

続けて、日本経済新聞は、大統領選挙の混戦が見込まれた2023年11月に記事(2023年11月9日朝刊)を配信している。「南米アルゼンチンで高インフレに伴う通貨価値の目減りに対応し、②資産化を急ぐ動きが広がっている。高価な耐久財である自動車の購入、より条件の良い住宅への住み替えの動きが活発だ。-中略-前倒しで・・引っ越しや家具刷新の理由は『インフレで価値が下がるペソを持っていたくないから』。-中略-高級レストランでの食事や旅行といった消費、暗号資産(仮想通貨)への投資も人気を維持している」。

ミレイ政権発足後には、国際金融情報センターがレポート(渡辺[2023] 21頁)を配信している。「アルゼンチンでは中銀による①②財政赤字ファイナンスや②インフレの慣性により慢性的な高インフレが続いてきた。消費者物価指数(CPI) 上昇率(前年同月比)は②新型コロナ禍からの経済回復や22年2月以降の④ウクライナ戦争に伴う世界的な食料・エネルギー価格上昇の影響、アルゼンチン政府によるガス・電気料金の引上げ、為替レート

の切下げ実施を受けて加速を続けている」。

こうした引用文で強調した箇所は、①が(購買力の形成に直結する) 通貨供給要因、②が需要要因、③が供給要因、④が対外経済要因となる。

①の通貨供給要因として、(1)で検討した内容が登場する。つまり、財政赤字が、(実質的な)財政ファイナンスをとまなうことによって、マネタリーベースとマネーストックを同時に発生させている。中央銀行や市中銀行が資金供給たとえば資産購入および証券投資また貸出をする際に、資金調達する側は証券の受け渡し(将来的に)資金の返済が必要になる。それに対して、財政支出の場合には、資金を受け取る側は、財やサービスの提供を求められても利潤を得られるし、対価無しの補助金や給付金を得られるため、一方的に通貨が供給されることになる。より掘り下げれば、中央銀行や市中銀行による通貨(マネタリーベースとマネーストック)の不胎化にもかかわらず、預金通貨や現金がアルゼンチン経済に漏れ出してあふれかえっているのだ。

②の需要要因として、財政赤字は財政支出による(通貨供給に加えて)公的需要を生み出し、新型コロナ禍の終息にとまなう経済活動再開はコロナ禍で眠っていた需要を復活させ、さらに、ペソの価値低下によって促進された資産化も一種の需要を生み出している。前二者は、マクロ経済(政策)の動きとして、先進国でも見られる状況である。資産化は、アルゼンチンに典型的なインフレ期待の上昇やペソ安が、「今のうちにカネをモノに換えておこう」あるいは「カネの価値が下がる前にモノを買っておこう」といった行動につながる状況を示している。購買力の形成自体が、その瞬間に購買力の低下を生み出し、資産化としての需要を生み出しているのである。いずれもの状況つまり実体経済における需要の存在によって、供給された通貨が購買力の形成を通じて有効需要を生み出したために、あるいは、潜在的な有効需要が購買力の形成につながる通貨供給を求めたために、①のルートが経済活動を刺激する効果を持つようになっている。

③の供給要因として、「生産性」への言及に見られるように、また、Iで整理した通り輸出品が一次産品であり輸入品が各種の工業製品であるように、アルゼンチンの生産能力は量的にも質的にも国内需要に対応できない状況にある。

④の対外経済要因は、③の供給要因の延長である。コロナ終息やウクライナ戦争をはじめとする世界的な需給引き締まりが食料品・エネルギー価格を上昇させているなかで、アルゼンチン通貨ペソの下落が加わり、輸入品の価格が押し上げられている。輸入は外国からアルゼンチンへの供給を意味しているため、世界的なモノ不足や輸入品価格の上昇は、アルゼンチンにとって重くのしかかる供給制約となる。

こうして、アルゼンチンにおける通貨量と実体経済(とくにインフレ)の関係として、通貨供給と購買力と有効需要が結びつく姿(①と②)、国内的にも対外的にもアルゼンチンへの供給能力が制約されている姿(③と④)が描かれ、需要が供給を上回りインフレが生じているメカニズムが示される。

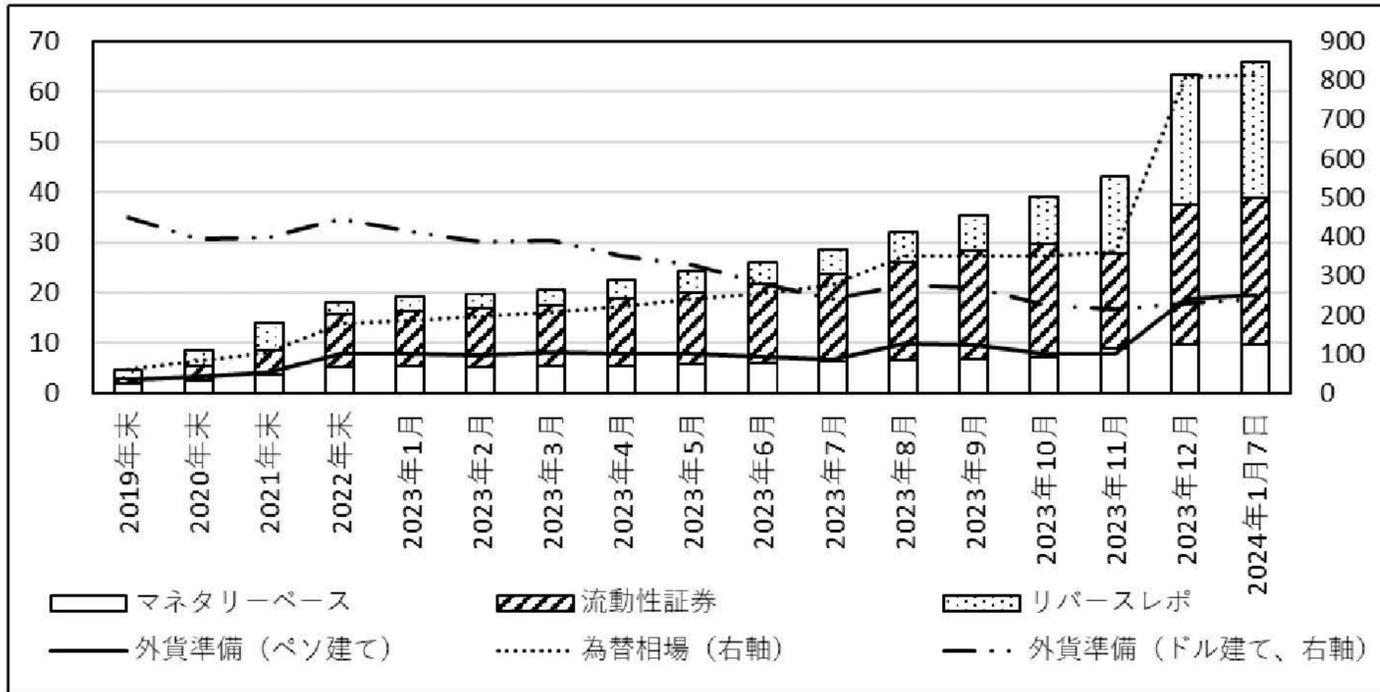
Ⅲ「ドル化」政策の導入および中央銀行の廃止をめぐる論点

Ⅲでは、ミレイ大統領の政策的主張であった「ドル化」政策の導入および中央銀行の廃止について、論点を示しておこう。

(1) 外貨準備の確保

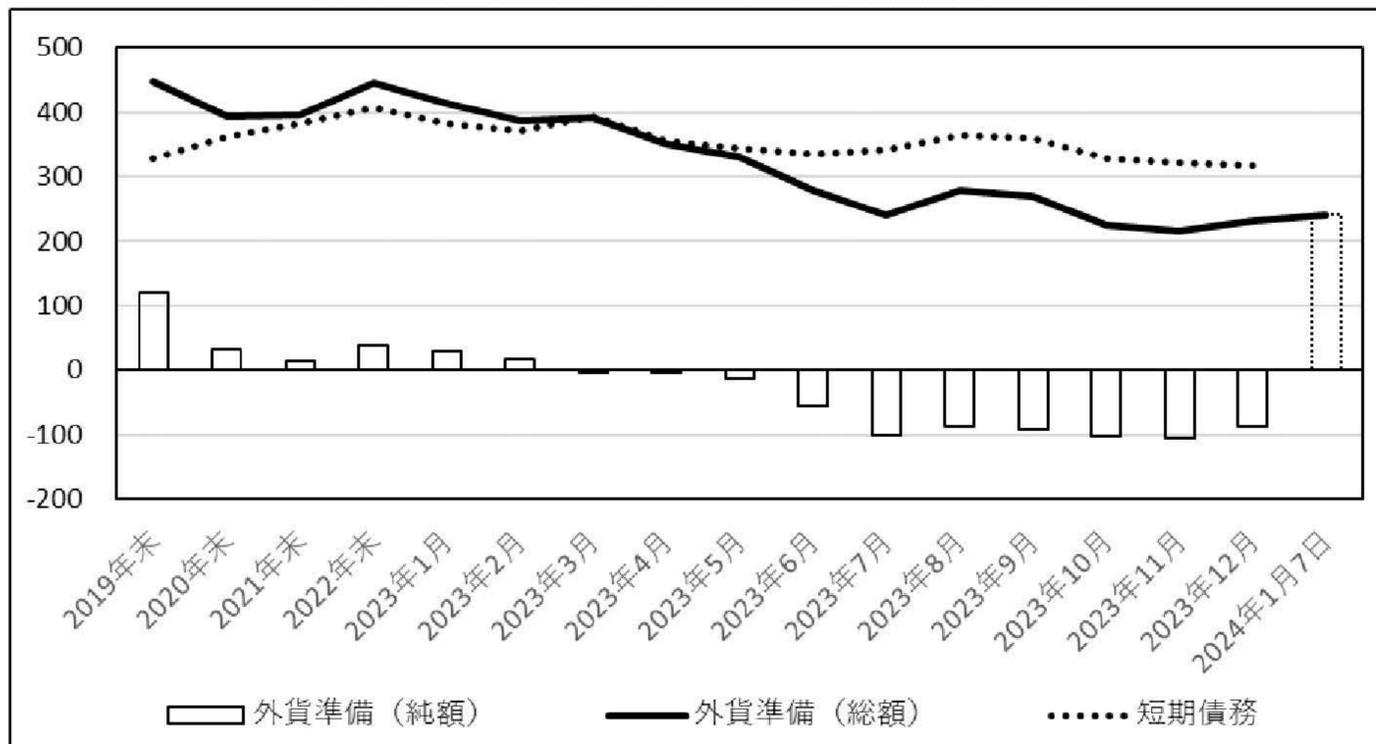
本稿の冒頭で整理したように、「ドル化」政策において、通貨当局は外貨準備を上回る通貨性負債を創り出せないために、マネタリーベースは外貨準備で裏付けるか米ドルに置

図表10 アルゼンチンにおける外貨準備と中央銀行負債の残高
(単位:兆ペソ。右軸は、為替相場(1ドル=ペソ)、外貨準備(ドル建て、億ドル)を示す)



注1) 為替レートは、公式レートであり、向きが図表3とは逆なので注意されたい。
 注2) 外貨準備は総額ベース。
 出所) アルゼンチン中央銀行の公表資料より筆者作成。

図表11 アルゼンチンにおける外貨準備および短期債務の残高
(単位:億ドル、外貨準備の純額は総額-短期債務で計算)



注) 2024年1月以降は、短期債務を採録できない。そのため、外貨準備の純額(2024年1月7日)は、点線の縦棒グラフにしたうえで、総額と同額にして表示している。
 出所) アルゼンチン中央銀行の公表資料より筆者作成。

き換える必要がある。そこで、(1) では、外貨準備とマネタリーベースをめぐる論点を示しておく。

図表10に示されるように、外貨準備は(一応は) マネタリーベースを上回っている。ところが、ここには、3つの問題が存在する。

第1に、純額ベースの外貨準備についてである(図表11)。アルゼンチン中央銀行は月次ベースで統計(International Reserves/Foreign Currency Liquidity) を公表しており、そのなかに外貨準備の総額と短期債務が含まれているために、両者は整合的に計算可能である。アルゼンチンの外貨準備は、「総」額ベースがプラスの水準にありつつも短期債務を下回っており、「純」額ベース(総額から短期債務を差し引いた金額) がマイナスになって

いる。アルゼンチンの通貨当局は、短期債務を返済するタイミングで、外貨の純流出に陥ってしまうのである。この状況は、それぞれ用いている情報源が異なるが、IMF[2023] (pp.9-10)、桑原[2023a] (2頁)、西濱[2023] (2頁)、森川[2023] (3および5頁)、渡辺[2023] (27-28頁) で指摘されている。

さらに関連する二つの論点が存在する。1つ目に、後述の第3の問題で検討するように公式レートの切り下げが外貨準備の評価増につながるが、それは同時に外貨建て債務の評価増にもつながる。純額ベースの外貨準備が一層減少してしまう条件が存在するのである。2つ目に、過去の通貨危機の教訓である。外貨準備の「枯渇」は、1995年のメキシコ通貨危機ではドル建て短期国債が、1997年のバーツ危機では先物ドル売り債務が、それぞれ外貨準備を上回ったタイミングで生じた(片岡[2008] 87-92頁)。その後、当時のメキシコもタイも固定相場制から離脱し、為替レートが暴落した。アルゼンチンも似た状況にあり、(通貨危機を回避するために)「ドル化」政策導入の機運が高まるか、逆に、「ドル化」政策導入どころか(許容範囲を超える)ペソ安に対処できない可能性がある。

第2に、流動性証券とリバースレポの存在がある。これらを解除する必要性はミレイ大統領によって指摘されており(菊池[2023]、桑原[2023b] 2頁、西澤[2023a,e] を参照)、内実は本稿で読み解いていく。再び図表10を見ると、流動性証券とリバースレポのいずれかだけでも、マネタリーベースの金額に加算すると、外貨準備が不足する。というのも、流動性証券もリバースレポも、満期が来ればマネタリーベース(いったんは中央銀行預け金)に転換されてしまうし、それだけ必要な外貨準備を増加させてしまうからである。

そのため、マネタリーベースへの転換、さらにそこから、「ドル化」政策導入前には資本逃避としての外貨への転換、「ドル化」政策導入後には外貨準備による裏付けや交換、いずれも防止する必要がある。筆者なりに候補となる手段を、いくつか整理しておこう。まず、「ドル化」政策導入後にも、流動性証券とリバースレポは、「マネタリーベースでは無い」と扱い続けられれば外貨準備が不要になるが、満期時にマネタリーベースへ転換される事態は避けられない。また、流動性証券や(債権債務関係の証券化とみなして)リバースレポのままで決済手段としての使用が認められてしまえば、マネタリーベースへの転換は防止できるだろうが、中央銀行は、不胎化を自ら否定して、事実上のマネタリーベースを増加させてしまい、IIの(2)で検討したメカニズムを通じて新たなインフレの火種を創り出すことになってしまう。さらに、従来の方法の延長線上として金利を高めれば中央銀行の財務悪化が生じるし、思い切って凍結してしまえば市中銀行にとって無価値になってしまい損失が生じる。

第3に、引き続き図表10を用いるが、為替レートも踏まえると、外貨準備とマネタリーベースの興味深い動向が示される。

アルゼンチン中央銀行は、米ドル建ての外貨準備、ペソ建ての外貨準備、為替レートについて、整合性をもたせたいと、それぞれを公表している。外貨準備は、米ドル建ての金額が不変であっても、ペソ安ドル高によって、ペソ建て換算の金額が増加する。2023年7月までは、米ドル建ての金額が減少していたために、ペソ安ドル高が進んでも、ペソ建て換算の金額が増加しにくかった。ところが、それ以降とくに2023年8月と2023年12月は、米ドル建ての金額が一定であったが、大幅なペソ安ドル高によって、ペソ建て換算の金額が急増している。逆に、図表10には表示していないが、ペソ安ドル高が進めば、それだけ

米ドル換算したマネタリーベースが収縮する。こう見ていくと、ミレイ政権発足直後には、ペソ安ドル高によって、外貨準備は、(a) ペソ建て換算の金額が増加して、もともとペソ建てのために為替レートの影響を受けないペソ建てマネタリーベースを上回り、(b) もともと米ドル建てのために為替レートの影響を受けずに一定でも、米ドル換算で収縮したマネタリーベースを上回るようになった。(a) と (b) は、表裏一体の関係であり、それぞれペソ側から見た動きと米ドル側から見た動きを示している。

とくに、対米ドルの公式レートでは、2023年の8月(約2割)と12月(約5割)の切り下げの影響力が大きかった。2回の切り下げは、通貨当局にとって、外貨準備の(評価替えを通じた)増強よりも、輸出の促進や(実勢に近い非公式レートに近づける)為替レートの一本化に向けた為替政策としての意図があったし、ペソ価値の低下を追認する意図もあった。むしろ、いずれの切り下げ後の公式レートは非公式レートよりもペソ高の水準にあるので、切り下げが、外貨準備の増加を狙っていたとすれば、もっと大幅になったはずである。しかし、客観的に見れば、(皮肉にもと言うべきか)外貨準備の強化が実現した。興味深いのは、「ドル化」政策や中央銀行廃止「を推し進めれば、その過程で自国通貨のペソの価値は下落する可能性が高い」(『日本経済新聞』2023年11月21日夕刊)との報道である。この報道は、「ドル化」政策の導入が本格的に検討されれば、外貨との交換が必要な通貨当局の通貨性負債に見合うように、為替レートが調整される可能性を示唆している。

(2) 「ドル化」政策導入後における通貨の姿

(2) では、アルゼンチンが「ドル化」政策を導入した場合に、想定される通貨の姿を検討する。

最初に、いくつかの見解をグループ分けしておこう。第1のグループとして、「ドル化は完全に実現可能だ。ドル化とはその国の会計単位を変更することであり、債務をドル建てにすることも、ペンを走らせるだけで達成されるという事実を経済学者は見落としている。ドル化に必要な前提はない」との意外な主張がある(NHKウェブサイト[2023d]、下線部は本稿の筆者が付与)。この主張は、NHKの取材に答える形で、米ジョンズ・ホプキンス大学教授のステイブ・ハンケ氏(エクアドルでのアドバイザー経験あり)によって出されている。第2のグループとして、一般的に想定されるイメージに近く、「ドル化」政策によって、「独自に金融政策を行うことができなくなること(NHKウェブサイト[2023d])、「『最後の貸し手』となる中銀」が廃止されること(西濱[2023] 2頁)、「大量のドルが必要」になること(NHKウェブサイト[2023d])が指摘されている。そして、そうした問題はアルゼンチンの大きな「経済規模」によって強められることが指摘される(『日本経済新聞』2023年11月21日朝刊および2023年12月16日朝刊)。

二つのグループの見解は、相反しているように見えるが、「ドル化」政策による通貨供給への制約の要因や問題といった論点を共通して提起している。とくに、第1のグループにおける「帳簿に金額を記帳すれば米ドルを創り出せる」との趣旨は、直感的には誤りだと分かるし批判を受けそうだが、物理的には実現できてしまう可能性(があるからこそ検討すべき新たな論点の浮上)を示唆している点に興味深さがある。

拙著[2018]の議論に基づいて、解答を示しておこう⁶⁾。多くの論者が見逃しているが、「ドル化」政策の導入によってアルゼンチンにおける経済取引が米ドル建てになったとしても、

中央銀行は(その機能が廃止されずに) 存続して(物理的には米国に無断で)「米ドル建て」の中央銀行預け金や政府預金を創り出せてしまうし、市中銀行は信用創造によって「米ドル建て」の預金通貨を創り出せる。

このことを出発点にして、議論を進めていこう。

第1に、「ドル化」政策は「中央銀行による新規信用供与(外貨準備を上回る通貨性負債の創出)の停止」としての意味を持つために、中央銀行に新規の信用供与が認められれば、概念的にも本来の政策意図にも反してしまう。とくに、財政ファイナンスが行なわれてしまえば、事態は本末転倒になってしまう。

第2に、(非常に譲歩して第1の点をクリアーできたとしても) 制約が存在する。

米国中央銀行へのアクセスについて、アルゼンチン中央銀行は通貨当局のカウンターパートの立場に限定される(言い換えれば、米国金融政策における意思決定や資金供給・吸収の対象外となる)し、在アルゼンチン市中銀行は米国の非居住者であるために権限を持っていない。ここで留意すべきは、アルゼンチンで創り出される「米ドル建て」の中央銀行預け金(さらには政府預金)と預金通貨が、アルゼンチンが保有している米ドルの範囲内でのみ米ドルへの振替が可能であり、「アルゼンチンの国内通貨」としての性格を持つこと、それにもかかわらず、(米ドルが法貨であるし「ドル化」政策を成立させるために)預金の保有主体からは米ドルとして認識されてしまうことである。

そのため、「ドル化」政策導入後にも、中央銀行が新規の信用供与を続け市中銀行が信用創造を拡大した場合に、制約が生じることになる。1つ目に、対外取引を目的とする通貨需要が発生し「米ドル建て」の資金が対外決済に使われてしまう可能性が大きくなり、対外取引を通じた米ドルの流出が大きくなる。とくに、このことは、有力な生産基盤が存在せず財・サービス輸入を常に必要とするアルゼンチンの経済構造や、各種の対外取引に用いられる米ドルの性格によって、強められる。2つ目に、マクロ経済レベルでは、Ⅱの(2)で検討したメカニズムが働いて、国内経済の過熱やインフレの発生、そして、それにとまなう輸入増加→貿易収支赤字の増加→米ドル流出が発生する。1つ目と2つ目の点は、いずれも、中央銀行レベルでは「米ドル建て」通貨性負債への引出要求によって外貨準備の枯渇につながり、市中銀行レベルでは「米ドル建て」預金通貨への引出要求によって現金準備の枯渇につながり、マネタリーベースあるいはマネーストック収縮や銀行破綻を引き起こしうる。となれば、対外的な米ドル獲得が焦点として浮上するが、変動の激しい一次産品の輸出か、返済時に資金支払を求められる債務形成が主たるルートであり、十分な米ドル獲得どころか米ドル流出要因も存在する。

こうして、アルゼンチンにおいて、「米ドル建て」通貨の創出は、物理的に帳簿上のみで(無限に)実現が可能であり、実体経済による制約、また、物理的にも外貨準備や現金準備による制約が生じる。

第3に、アルゼンチンが直面するジレンマである。

経済活動に必要な通貨を中央銀行が供給できなくなれば、市中銀行レベルでは現金準備の補填で困難に直面し、国民経済レベルでは新興国として必要な成長通貨を得られなくなる。とくに、中央銀行の通貨供給が無条件で(通貨や実体経済の)需要を生み出すわけではないが、Ⅱの(2)で検討したように、アルゼンチンには通貨供給が有効需要を生み出すメカニズムが存在する。そのため、中央銀行は、通貨供給サイドを出発点とする政策発動

が制約されるだけでなく、需要が生じた際の政策対応も制約されてしまうのである⁷⁾。

他方で、アルゼンチン中央銀行や自国通貨ペソの存在にも問題がある。NHK(ウェブサイト[2023d] 原文ママ)の報道によれば、ミレイ氏は、大統領就任前に、中央銀行(の信用を使った財政ファイナンス)を「最悪のゴミ」、信頼性の低いペソを「排せつ物以下」と呼んできた。ミレイ氏の過激な発言は、冷静に考えれば、インフレさらには経済悪化の一大要因と考えられている財政ファイナンスを封じるための「ドル化」政策や中央銀行廃止につながっていき、アルゼンチンが自国通貨を維持した場合には財政ファイナンスやインフレが残り続ける可能性を示唆している。

こうしたジレンマを示すかのように、ミレイ氏は、大統領選挙では過去の放漫政策によって生じた問題への取組みを期待されて当選したが、政権発足後に緊縮政策への反対デモが生じ暴動鎮圧が必要な事態に直面した。

おわりに

「ドル化」政策の導入や中央銀行の廃止は将来的にも実現しない可能性があるが、本稿で整理および検討した論点や内容は、「ドル化」政策や中央銀行廃止にとどまらず、アルゼンチンにおける通貨動向やそれが持つ経済活動にとっての意味を考える足がかりとなるだろう。

「ドル化」政策や中央銀行廃止(の主張)は、実現する段階でも実現後にも問題が多く、ミレイ氏による有権者への政治的アピール、極端に言えば当選するために国民を煽る行動としての意味合いが出てきそうである。この意味合いは、「アルゼンチンのトランプ」との呼び方や派手なパフォーマンスも考えれば、妥当であろう。

他方で、ミレイ氏支持の背景には、アルゼンチンが直面してきた自国通貨の脆弱性を乗り越えたい国民の意思もあり、「ドル化」政策や中央銀行廃止の主張が登場した合理的根拠や、新興国が直面する通貨問題が垣間見える。

さらに、これらの意味合いに、政権発足後に起きたデモにおける緊縮政策への反対、大統領選挙における過去の放漫政策からの決別への支持の並存を加味して考えれば、アルゼンチンが直面するジレンマも浮かび上がる。歴史を振り返れば、アルゼンチンを含めてラテンアメリカ諸国では、インフレ抑制の政策対応が信頼を得られずに失敗しては、犠牲をとまなう強烈な引締政策が強く求められ実行されてきた。

最後に、今後の研究に向けて、新たに示唆された検討課題を整理しておこう。

まず、アルゼンチン中央銀行には、新たな動向が見られる。具体的には、流動性管理における流動性証券の減少とリバースレポの増加、輸入代金の未払いを解決するための米ドル建てアルゼンチン自由再建債の発行(Bonds for the Reconstruction of a Free Argentina、2024年1月2日にガイド公表)、高額紙幣の発行(2024年1月11日に発表)である。アルゼンチンが抱えてきた問題を克服できるのか注目する必要がある。

また、すでに10年近く経過したが、欧州共通通貨ユーロにおけるギリシャ危機への教訓が示唆される⁸⁾。アルゼンチンは、自国通貨の信頼を失っている状況であり、(かりに「ドル化」政策を導入しても、通貨当局のカウンターパートとしての立場を除き)米国中央銀行へのアクセス権を得られるわけではない。それに対して、ギリシャの場合、在ギリシャの市中銀行が預金引出に直面した際に国民は(安全な)ユーロ現金を引き出せたし、一国

レベルではユーロの中央銀行制度(ユーロシステム)へのアクセス権を持つ。ギリシャでは、自国通貨(ドラクマ)復活論が登場しても現実味を帯びず、ユーロシステムへのアクセス権が遮断されても次第に回復していった。ドラクマ復活論が実現したりアクセス権遮断が長続きした場合の「if展開」として、言い換えれば、ユーロを導入している国とくに新興国におけるユーロの意義や(ユーロ導入前に存在し、将来的に復活させる場合の)自国通貨の問題を考えるために、アルゼンチンの事例は参照できよう。

参考文献

- NHKウェブサイト[2023a]「おはBIZ 5分でわかる経済トレンド アルゼンチン なぜ過剰なインフレに？」
(https://www3.nhk.or.jp/news/contents/ohabiz/articles/2023_0928.html)、9月28日。
- NHKウェブサイト[2023b]「“アルゼンチンのトランプ氏”右派のミレイ氏が新大統領に就任」
(<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20231211/k10014284341000.html>)、12月11日。
- NHKウェブサイト[2023c]「アルゼンチン新政権 急激なインフレ抑制へ緊急対応策」
(<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20231213/k10014286801000.html>)、12月13日。
- NHKウェブサイト[2023d]「『中央銀行は廃止』過激な主張のアルゼンチン新大統領の手腕は」
(<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20231219/k10014292191000.html>)、12月19日。
- 翁邦雄[1999]「ゼロ・インフレ下の金融政策について－金融政策への疑問・批判にどう答えるか」『金融研究』第18巻第3号、8月。
- 翁邦雄[2011]『ポスト・マネタリズムの金融政策』日本経済新聞出版社。
- 奥田宏司[2013]「経常収支、財政収支の基本的な把握－『国民経済計算』的視点の意義と限界」『立命館国際研究』第26巻第2号、10月。
- 奥田宏司[2017]『国際通貨体制の動向』日本経済評論社。
- 奥田宏司[2018]「マネーストックの増加をもたらす諸要因について－国際収支、信用創造、財政収支」『立命館国際研究』第30巻第4号、3月。
- 奥田宏司[2019]「流通必要貨幣量、再生産表式、信用創造－マネーストックの動向を念頭に」『立命館国際研究』第32巻第1号、6月。
- 片岡尹[2008]「現代国際金融と開発途上国」田中素香・岩田健治編『現代国際金融』有斐閣。
- 菊池啓一[2023]「アルゼンチン新政権に難問二つ 少数与党と高貧困率」『週刊エコノミストOnline』
(<https://weekly-economist.mainichi.jp/20231219/se1/00m/020/048000c>)、12月7日。
- 桑原小百合[2023a]「大統領選挙:ハビエル・ミレイ候補が当選－注目される経済政策」『国際金融情報センター トピックスレポート』、11月20日。
- 桑原小百合[2023b]「ミレイ政権が発足－厳しい経済調整策を打ち出す」『国際金融情報センター トピックスレポート』、12月13日。
- 櫻井公人[2022]「ポスト・コロナと市場経済の変容－政策レジーム転換とナラティブ・バインド」『国際経済』第73巻、7月。
- ジェトロ[2022]「アルゼンチンの資本取引規制」『ジェトロ調査レポート』、8月。
- 白川方明[2008]『現代の金融政策－理論と実際』日本経済新聞出版社。
- 鈴木淑夫[1993]『日本の金融政策』岩波書店。
- 西澤裕介[2023a]「ミレイ次期大統領、国家機構改革と中央銀行債問題を優先的に取り組むと言及(アルゼンチン)」『JETROビジネス短信』、11月22日。
- 西澤裕介[2023b]「ミレイ大統領が就任、ショック療法による財政改革に理解求める(アルゼンチン)」『JETROビジネス短信』、12月12日。
- 西澤裕介[2023c]「公式為替レートを50%超切り下げ、他の為替レートも見直し(アルゼンチン)」『JETROビジネス短信』、12月14日。
- 西澤裕介[2023d]「カプート新経済相、10の経済政策を発表(アルゼンチン)」『JETROビジネス短信』、12月14日。
- 西澤裕介[2023e]「中銀、政策金利を中銀債の利率から翌日物リバースレポ取引の利率に変更(アルゼンチン)」『JETROビジネス短信』、12月22日。

西濱徹[2023]「アルゼンチン大統領にミレイ氏、『リバタリアン』は経済危機からの脱出を導けるかー時間を掛けて公約実現を目指すと思込まれる一方、ミレイ氏は『ショック』も辞さない構えをみせる」『第一生命経済研究所 World Trends/マクロ経済分析レポート』、12月12日。

森川央[2023]「再び混乱に陥ったアルゼンチン経済ー『ドル化』構想は非現実的」『国際通貨研レポート』、10月24日。

湯本雅士[2010]『サブプライム危機後の金融財政政策ー伝統的パラダイムの転換』岩波書店。

横山昭雄[2015]『真説 経済・金融の仕組みー最近の政策論議、ここがオカシイ』日本評論社。

渡辺愛[2023]「アルゼンチン(2023年度)」『国際金融情報センター 総合評価レポート』、12月14日。

拙著[2018]『「ドル化」政策の検証』文真堂。

IMF [2023], “Argentina”, *IMF Country Report*, No. 23/312, August.

「アルゼンチンでペソ離れー市民、家・車購入に走る」『日本経済新聞』2023年11月9日朝刊。

「中銀廃止・ドル化『非現実的』」『日本経済新聞』2023年11月21日朝刊。

「アルゼンチン通貨横ばい」『日本経済新聞』2023年11月21日夕刊。

「アルゼンチンーミレイ改革の行方(上)」『日本経済新聞』2023年12月16日朝刊。

本稿を作成する際には、木下直俊先生(国際金融情報センター)より資料収集のアドバイス、東京クライスの金融経済研究会より報告機会(2024年1月29日にオンライン開催)をいただいた。また、研究費として、公益財団法人石井記念証券研究振興財団より助成金(令和3年度)を受けた。

関係する皆様に感謝申し上げる次第である。なお、本稿に存在しうる誤りは全て筆者に帰する。

注

1) しばしば類似した事例として取り上げられる金本位制とカレンシーボード制度についてふれておこう(拙著[2018]補論1)。両者ともに、特定の資産(前者では金、後者では外貨)との関係において、同一性を維持するために自国通貨との交換相場の固定また無制限の交換が保証され、そのために通貨当局にはマネタリーベース(自国通貨の現金と中央銀行預け金)に見合う金や外貨準備の保有が求められた。

ところが、現実には、金や外貨準備に代わって、当該国の国債が認められるケースも存在しており、通貨当局には新規の信用供与を行なう余地が存在した。歴史的にも、金本位制は、金貨本位制や金地金本位制からスタートしたが、第一次世界大戦後には金為替本位制となり、さらに(一見すると同種に見えるものの)第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制では金ドル交換へと姿を変え、本質を変化させつつ通貨供給への制約が緩められていった。

通貨供給への制約さらに規律が金本位制やカレンシーボード制度では不十分だと判断されて、その克服が求められて「ドル化」政策が登場した。ここから、本文で見た「ドル化」政策の概念が浮かび上がる。

2) 検討する際には、奥田[2013]を嚆矢に、奥田[2017](198頁の注39、補論IとII)、奥田[2018](とくに本稿の検討内容につながる232-233頁)と奥田[2019](同じく188頁)が、有益な視点を提供している。そこでは、通貨量の増減(要因)について、マネタリーベースとマネーストックの適切な区別に基づいて、市中銀行の信用創造に加えて財政収支や国際収支まで含めて整理するとともに、経済活動との結びつきを論じている。いずれも、本稿の検討時期よりも数年前に公刊されたが、議論されている内容には最近のアルゼンチンとの類似点が存在する。

本稿の議論は、(外生的通貨供給論とも関わって)通貨量の増加を物価の上昇に単線的に結びつける「貨幣数量説」とは距離を置き、その成立条件を検証し批判的に検討している点に留意されたい。

3) 当事者となるアルゼンチン中央銀行は、ミレイ政権発足直後に一連の政策として、New Monetary and Foreign Exchange Policy Framework(2023年12月12日)、New Monetary Policy Rate and Liquidity Management Scheme(2023年12月18日)、Objectives and Plans for 2024(2023年12月29日)を公表している。いずれも、プレスリリース(Noticias, News)にて確認できる。

IMFは、融資の判断および評価をするためにレポートを作成しており、そのコラム([2023]p.38)で、中央銀行のバランスシートの時系列データ(2019年末から2023年8月が対象)を用いて解説している。

本邦研究者では、現地事情に詳しい論者(菊池[2023]、桑原[2023b]2頁、西澤[2023a,b,e]、渡辺[2023]21-22頁)が、現地の報道や政策当局の発信内容を中心に解説を行なっている。

こうしたなかでの本稿の意義は、通貨概念に基づいて、当局の政策や先行研究の内容を整理したうえで、通貨動向を立体的に検討した点にある。

4) 中央銀行の財務報告書 (Financial Statements As of December 31, 2022, p.37) によれば、当初に7日物が発行されたが、2022年1月に28日物と180日物が登場した。金額の内訳は公表されていないが、注3に示した本邦研究者が共通して28日物を取り上げているため、本文では28日物を想定した。

なお、中央銀行は主要指標 (Principales variables, Main variables) を日時ベースで公表しているが、流動性証券の残高は2024年1月下旬に公表停止となり、リバースレポの残高が公表されるようになっている。筆者が見るかぎり2024年1月16日までは流動性証券が公表されていたために、その後に公表内容が入れ替わったと思われる。

5) 本稿では検討できないが、IMF [2023] (p.38) で展開されている興味深い論点にもふれておきたい。

第1に、中央銀行の財務問題である。アルゼンチン中央銀行は、資産側にも負債側にも付利対象になり為替リスクにさらされる項目が存在しているため、金利や為替レートの動向によっては、逆ザヤや為替差損を被りうる。ところが、先進国の中央銀行も、負債側の超過準備による支払利子が資産側の証券(とくに国債)による受取利子を上回る懸念が出されており、米国中央銀行(連邦準備制度)は2023年度の決算結果を「赤字」として発表した。こうした動向からは、アルゼンチンでは先進国のように問題を済ませられない要因や、逆に、先進国では「アルゼンチン化」が生じない要因といった論点が示される。

第2に、アルゼンチン中央銀行の資産側において、規模の大きい「非譲渡性の短期国債」に含まれる外貨建て部分を見る必要がある。まず、ペソ安(つまりドル高)によって巨大な評価益が生み出されており、それに対応して「資本金(ネット)」が巨大な規模になっている。この動きは、図表7で2023年8月と12月に鮮明に示されている。ただし、為替レート変動にともなう国債価値の変動は、保有者である中央銀行にとっては評価益(債権増加)につながりうるが、発行者である政府にとっては評価損(債務増加)につながりうる。また、購入財源については、「外国当局との通貨スワップ」とは別に計上される「その他負債」に含まれる通貨スワップが存在しているし、IMF [2023] (p.38) では「外貨建ての預金」が財源であるかのような記述が存在している。他方で、中央銀行による外貨建て資産の購入がペソ供給につながる要因は、IMF [2023] (p.38) では解説されていない。

6) 議論の背景として、信用創造論、すなわち市中銀行の貸出を通じた預金通貨(決済手段)の創造をめぐる論点を整理しておこう。とくに、中央銀行による金融政策を通じたマネタリーベース(現金準備)の供給、市中銀行による信用創造を通じたマネーストック(預金通貨)の増加の関係が焦点になる。外生的通貨供給論の想定ではマネタリーベースの供給によって自動的にマネーストックが増加するのに対して、内生的通貨供給論の想定ではマネーストックの増加によって生み出された必要性に応じてマネタリーベースが供給される。

現場経験を背景とする日本銀行関係者の内生的通貨供給論が参考になる(翁[1999]147頁、翁[2011]75-79頁、白川[2008]第13章、鈴木[1993]9-11頁、湯本[2010]第Ⅱ部第1章第1節、横山[2015]第3-4章)。信用創造において、貸出を行なう市中銀行サイドでは現金準備に加えて自己資本や収益性、貸出を受ける企業や家計サイドでは返済可能性や収入源が決め手となる。というのも、収入源が無く返済ができなければ、市中銀行にとっては不良債権、企業や家計にとっては過剰債務がのしかかってしまうからである。

そのため、マネタリーベース(現金準備)の供給がマネーストックの増加に結びつくためには、条件として、無限の借入需要があるなかで現金準備不足が貸出を制約する唯一の要因になっている状況が必要になる。この状況は、高圧経済として、景気が好調な局面や経済が発展に向かう段階にあるときに実現し、経済活動の原資として通貨が求められる局面や段階となる。

ここで興味深いのは、日本銀行関係者の議論が、外生的通貨供給論が成立したり政策論として有効性を持つ条件の的確な(批判的)説明を通じて、外生的通貨供給論(と結びついた貨幣数量説)を批判する武器になる一方で、アルゼンチンのようなケースを読み解く視点にもなることである。というのも、アルゼンチンは、世界的にも大きな経済規模を有しており、新興国として国全体で(国民も当局も)豊かさを追求する存在でもあるため、(だからこそ自国通貨の脆弱性によるジレンマが生じるのであり)広く見れば高圧経済だからである。

なお、アルゼンチンは高インフレであり高金利であるのに対して、現代(1990年代以降)の日本は低インフレであり低金利であるために、経済の方向性が逆になっている。高圧経済と低圧経済への着目は、日本銀行の金融緩和の問題を論じる際にも有効であり、櫻井[2022](とくに82頁、84頁)を参照されたい。

7) 中央銀行が独自の現金を発行できないことは、経済政策における必要性を抜きにしても、技術的な制約となる。まず、外貨準備が米ドル現金で保有されていない場合に、現金引出への対応が困難になる。また、現時点では経済活動に必要な現金量が存在していても、将来的には現金の摩耗が避けられないうえに新品への交換ができなくなってしまう。いずれも、通貨量の収縮につながる。現金は、マネタリーベースとマネーストックを構成すること、市中銀行の信用創造を左右することを想起されたい。

8) 筆者は、中央銀行制度と決済制度を中心にユーロを論じた奥田[2017](第6章)を活用して、「ドル化」政策が持つ

ギリシャ危機への教訓を拙著[2018](補論2)にて問題提起している。本稿におけるアルゼンチンの研究によって、新たな教訓が示唆されることになった。

なお、アルゼンチンとギリシャ危機を比較する際に、森川[2023](5頁)の焦点はユーロによる制約であるが、注目すべき焦点はユーロシステムへのアクセス権もあるだろう。